

## “破7”之辩

### 报告摘要

- 2019年8月5日早间，人民币离岸和在岸汇率双双“破7”。人民币中间价调贬近300点，开在6.9225，截至本文成稿，离岸美元兑人民币汇率为7.08、在岸美元兑人民币汇率为7.03。我们认为，未来一段时间人民币汇率将在7附近上下波动，不会持续大幅地偏离7以上。
- 1、“破7”主因中美谈判再生变数。央行并未大力维稳“守7”，而是让人民币顺势贬值。这体现两点：1) 中美贸易谈判进展不佳，博弈局势较为激烈。2) 央行倾向于释放人民币汇率弹性，以应对出口下行压力，并在降息面临国内房地产市场的掣肘的情况下，通过汇率纠偏。
- 2、“破7”后或将上下磨一段时间。一方面，从8月2日和8月5日这两个交易日的人民币中间价设定、以及人民币对一篮子货币汇率的走向来看，“破7”是央行顺势贬值的结果，而非主动引导贬值；另一方面，央行有能力和条件让人民币汇率在7上下磨一段时间，借以稳定预期。1) 央行的能力在于：过去一段时间跨境资本流动形势较为平稳，离岸市场做空力量已大为削弱，逆周期因子等丰富了央行的工具箱。2) 央行的有利条件在于：美元指数波动加大且进一步上行动能有限。这有助于人民币汇率在7附近有上有下，从而巩固市场对7这个点位的适应力，使人民币汇率在外贸形势的高度不确定性中，释放出更大的弹性。
- 人民币“破7”是汇率市场化进程中的可喜一步，对于释放人民币汇率的弹性以应对经济下行压力，对于中美贸易谈判的短期博弈，对于巩固市场对人民币波动的适应力都大有裨益。央行具有足够的工具和条件避免汇率超调、避免大规模的资本外流，这一点从今日债券市场的持续上涨之中亦可窥见一斑。

### 研究部

钟正生

[zhongzhengsheng@cebm.com.cn](mailto:zhongzhengsheng@cebm.com.cn)

张璐

[lzhang@cebm.com.cn](mailto:lzhang@cebm.com.cn)

### 关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



2019年8月5日早间，人民币离岸和在岸汇率双双“破7”。人民币中间价调贬近300点，开在6.9225；截至本文成稿，离岸美元兑人民币汇率为7.08、在岸美元兑人民币汇率为7.03。

## 1、“破7”主因中美谈判再生变数

北京时间8月2日凌晨，特朗普推特威胁称，将于9月1日起对中国剩余3000亿输美商品征收10%关税。这导致人民币贬值预期骤然反弹，人民币对美元汇率快速贬值，8月5日人民币汇率“破7”是对8月2日走势的延续（图表1）。央行并未大力维稳“守7”，而是让人民币顺势贬值。这或许出于两个考虑：

1) 中美贸易谈判进展不佳，博弈局势较为激烈。据彭博报道，中国政府已要求国有企业暂停从美国进口农产品，中国也在向美国施压。应该说，人民币汇率贬值除了有助于改善中国贸易条件外，还会影响到与中国贸易联系较为紧密的欧洲等国货币，从而带动欧元等美元指数成分货币疲软，进而进一步巩固“强美元”。这是翘首期待“弱美元”的特朗普总统所不愿看到的。

2) 央行倾向于释放人民币汇率的弹性。一方面，这出于应对出口下行压力。2012年和2015年两次中国出口大幅下行的阶段，都看到了人民币汇改的推进，表明出口减速是倒逼人民币汇率增强弹性的重要因素之一。2012年，中国出口增速从20%下挫至8%，当年4月12日央行将人民币汇率的浮动区间从0.5%扩展到1%；2015年，中国出口增速从6%下挫至-3%，当年8月11日的汇改引入了人民币中间价的市场定价（图表2）。另一方面，在降息与汇率贬值的权衡中，央行选择通过外部因素纠偏。这是因为，降息面临国内房地产市场等的掣肘，且当前疏通货币政策传导才是企业“降成本”的关键；降息同样可能加重汇率贬值压力，那还不如直接选择赋予汇率更多弹性。

图表1：8月2日人民币贬值预期骤升



图表2：2012和15年中国出口大幅减速时都推进了人民币汇改



来源：Wind，莫尼塔研究

## 2、“破7”之后或将上下磨段时间

市场和政府对“破7”一直以来的忌惮在于，担心突破关键点位后，会造成人民币贬值预期汹涌而来，从而导致汇率超调。因此，我们认为本次“破7”不代表央行放弃维稳汇率，而相反，近期将是汇率维稳的关键时期。

“破7”是央行顺势贬值的结果，而并非主动引导贬值。从这两个交易日的中间价设定来看：8月2日人民币中间价设定确有激进的一面，我们倒算的逆周期因子发挥了助推人民币贬值的作用；但8月5日人民币中间价的大幅贬值，主要是对周五市场供求因素（体现贬值预期）的体现，逆周期

因子甚至还有小幅平抑贬值的效果（图表3）。这应该说明，央行引导贬值的意图并不明显。从人民币对一篮子货币汇率的走向来看：今年7月下旬以来，美元指数先后因美国经济相对强势、欧央行宽松预期升温、美联储“鹰派降息”而走强。而8月2日之前，人民币对美元汇率继续窄幅波动，导致人民币对一篮子货币汇率明显升值，这当然不利于中国外贸条件。8月5日人民币中间价大幅调贬后，CFETS人民币指数回落至6月以来的震荡区间之内（图表4），而并未造成对一子货币的大幅贬值（也即是说其它货币相对美元贬值幅度也比较大）。因此，中国不打“汇率战”，但可以对美元相机贬值，尤其是在美元强势之时。

图表 3：8月5日人民币中间价设定并未体现央行主动引导贬值

图表 4：人民币对一篮子货币回落至震荡区间



来源：Wind，莫尼塔研究

央行有能力和条件让人民币汇率在“7”上下磨一段时间，借以稳定预期。

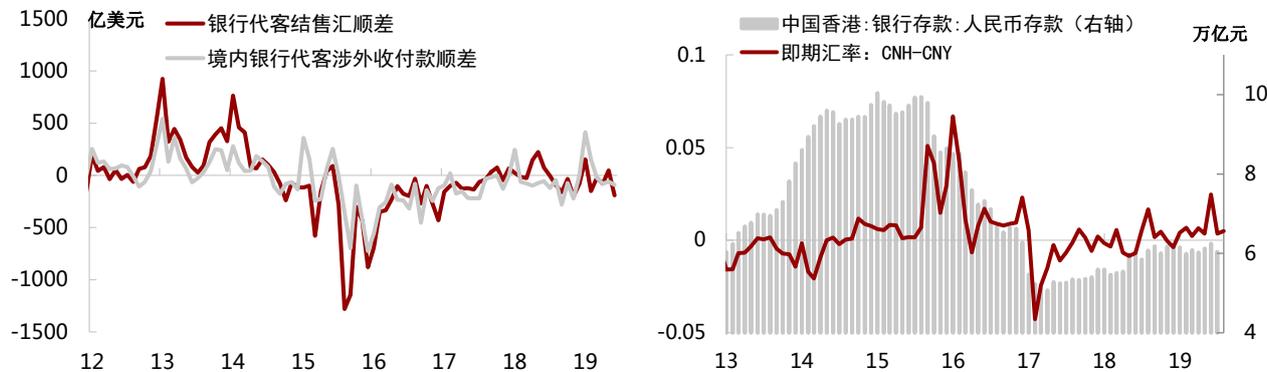
1) 央行的能力在于，过去一段时间跨境资本流动形势较为平稳，离岸做空力量已大为削弱，逆周期因子也丰富了央行的工具箱。以银行代客结售汇顺差和银行代客对外收付款顺差的比较来看，2016下半年以来，二者回归到基本相当、并在零附近的状态，反映跨境资本流动以实需为主、并较为均衡（错误!未找到引用源。）。离岸人民币存款从2015年8月11日汇改后快速下降，到2017年3月达到低点，此后尽管有所恢复，但截至2019年4月仍然只有6.12万亿元，远不及此前接近10万亿的高点（错误!未找到引用源。）。2018年10月，外管局局长潘功胜曾在新闻发布会上说，“对于那些试图做空人民币的势力，几年之前我们都交过手，彼此也非常熟悉，我想我们应该都记忆犹新”，个中意味不言而喻。2017年以来，央行推出“逆周期因子”、去年开始在离岸市场发行央票，均大大丰富和巩固了央行维稳汇率的工具箱。

2) 央行的有利条件在于，美元指数波动加大且进一步上行动能有限。2018年8月以来，美元指数整体呈现宽幅震荡的局面。之所以反复震荡，主要在于市场对美国经济的看法和美国相对其它经济体的表现之间，出现了明显的分歧，而美国总统也对美元指数持有较强倾向，希望引导美元走弱。从美债收益率倒挂就可以集中反映出，市场对美国经济能否在税改效果减弱、中美贸易冲突拖累渐起的情况下避免衰退，仍报怀疑态度。但同时，欧洲经济尽显疲态、英国脱欧也施加了拖累，美国经济数据相对而言，又仍算得上“一枝独秀”。因此，在各方力量的反复拉扯下，美元指数呈现出较大波动，本次人民币汇率破“7”也受到近期美元“意外”蹿升的助推（图表7）。

2019年以来，花旗美国经济意外指数进入显著为负的阶段，而欧洲经济意外指数一度呈现边际修复，经济因素对美元指数的支撑作用趋弱（图表8）。随着中美贸易冲突的延续，其对美国经济的拖累将进一步加深，推动美元指数走强的因素正在变弱。美元大幅波动并难以趋势上行的好处在于，

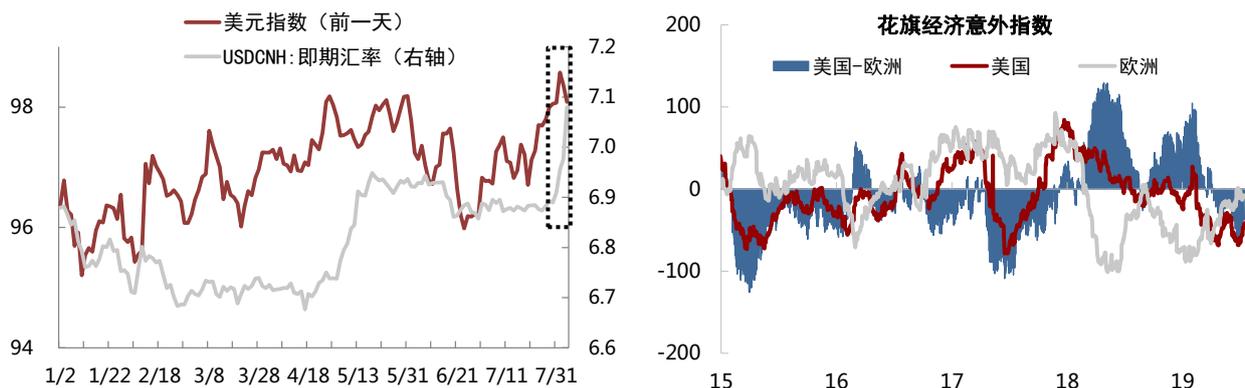
有助于人民币汇率在“7”附近有上有下，从而强化市场对“7”这个点位的适应力，使人民币汇率在外贸形势的高度不确定性中，释放出更大的弹性。

图表 5：2017 年以来跨境资本流动形势较为平稳 图表 6：离岸流动性已大幅收紧



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 7：美元指数“意外”蹿升施压人民币汇率 图表 8：今年以来花旗美国经济意外指数显著为负



来源：Wind，莫尼塔研究

简言之，人民币“破7”是汇率市场化进程中的可喜一步，对于释放人民币汇率弹性以应对经济下行压力，对于中美贸易谈判的短期博弈，对于巩固市场对人民币波动的适应力都大有裨益。央行

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10911](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10911)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn